

## 中国石油行业

### 油田服务及上游业务继续领先

- ▶ 政策推动上游资本支出上升周期，继续利好油田服务
- ▶ 油公司上游业务将继续优于下游业务
- ▶ 中海油服、中海油是我们在能源板块首选

**油田服务业务领先一步。**在中国能源板块中，油田服务因更高、更具韧性的油价以及更重要的一点：中国石油巨头的更高资本支出，而更占优势。中海油服(2883 HK, 优于大市)是我们在油田服务业的首选。因为我们相信，随着政府履行振兴国内石油和天然气产量的承诺，争取更大能源自主权，中海油服将继续受益于上游行业资本支出的结构性增长。我们认为，更高的上游资本支出将有助于中海油服自2019年上半年开始的盈利复苏延续多年。不过，中海油服在过去一个月股价上涨20%之后，目前1.2倍市帐率的估值相对于6-8%净资产收益率并不特别有吸引力。我们预计2019年第三季度业绩公告后，可能会出现部分获利回吐，因为业绩发布与中国油田服务的传统旺季重合。如果历史具有借鉴意义，我们建议增持该股，并应注意下一个潜在的催化剂可能来自中海油(883HK, 优于大市)在2020年1月战略日宣布的2020年资本支出的乐观预算。

**油企上游业务继续跑赢。**在中国的石油三巨头中，中海油以其上游业务覆盖率而受人瞩目。公司2019年上半年强劲业绩显示了在更高产量、更好的实现油价、成本下降和一个更加稳定的油价环境下，勘探开采业务的稳健盈利。我们自三大石油巨头2019年上半年业绩中捕捉到的一个积极的趋势是桶油主要成本同比下降9-14%，原因是人民币的走弱、折旧、折耗及摊销和作业费用的下降。我们认为桶油主要成本未来仍有下降的空间，在我们估计油价将于2019年上半年的66美元/桶下降至下半年的62美元/桶的背景下，有助减轻石油企业每桶盈利的压力。

**下游业务利润率压力持续。**与石油上游业务形成对比的是，中石油(857 HK, 优于大市)和中石化(386 HK, 优于大市)下游业务(炼油、化工和营销)的事业部息税摊销前利润的同比下滑显示了疲弱的2019年上半年业绩。受供应引导的竞争和在经济不确定和贸易紧张局势下导致的需求疲软的拖累，我们预计短期内下游业务利润率将继续疲弱。

**中海油服、中海油是我们在能源板块的首选。**据前文描述的行业趋势，我们在中国能源行业的推荐顺序是中海油服、中海油、中石油和中石化。能源行业的催化剂包括国内石油和天然气生产提速、油气储量提升、地缘政治局势升温推高油价以及期待已久的国家管道公司成立的条件好于预期。行业风险包括贸易紧张局势升级使石油需求和价格前景不明，以及欧佩克成员国不遵守减产协议。

### 中国石油板块2019年上半年/第二季度损益表回顾

	中海油田服务 (2883 HK)	中国海洋 石油 (883 HK)	中石油 (857 HK)	中石化 (386 HK)
<b>2019年上半年(同比变动%)</b>				
收入	65	3	7	15
净利润	亏损转盈利	19	4	-24
相对于彭博市场	远超预期	略超预期	符合预期	符合预期
	一致预期			

### 2019年第二季度(环比变动%)

	中海油田服务 (2883 HK)	中国海洋 石油 (883 HK)	中石油 (857 HK)	中石化 (386 HK)
收入	30	N/A	2	-2
净利润	29x	N/A	77	3

资料来源：建银国际证券

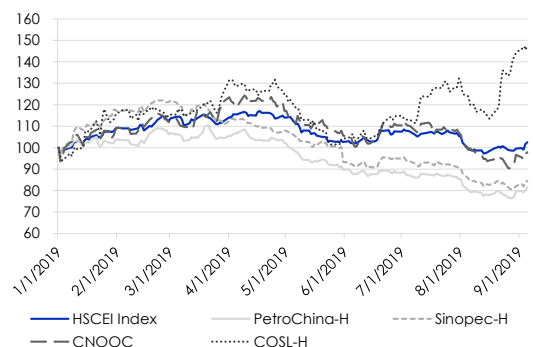
### 2019年中国石油板块估值

	中海油田 服务 (2883 HK)	中国海洋 石油 (883 HK)	中石油 (857 HK)	中石化 (386 HK)
目标价(港元)	11.00	15.80	5.30	6.50
最新价(港元)*	9.70	12.00	3.99	4.64
12个月回报率(%)	13	32	33	40
市盈率(倍)	19.7	8.9	11.9	8.1
企业价值倍数(倍)	8.4	3.6	4.0	3.0
市帐率(倍)	1.1	1.1	0.5	0.6
资产收益率(%)	5.9	12.7	4.6	8.6
股息率(%)	1.1	5.0	4.4	8.4

\* 股价截至2019年9月6日

资料来源：彭博，建银国际证券

### 年初至今上市石油公司股价表现



资料来源：彭博

陈咏娴, CFA

(852) 3911 8271

cathychan@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245

felixlam@ccbintl.com

### 中国石油 - 2019年上半年业绩回顾&下半年业绩展望

百万元人民币	股票代码	2018年上	2018年下	2019年上	2019年上		2018	2019F	同比(%)	
		半年	半年	半年	同比(%)	半年				同比(%)
<b>盈利</b>										
中海油田服务	2883 HK	-375	446	973	N/A	1,118	151	71	2,091	2,853
中国海洋石油	883 HK	25,477	27,211	30,253	19	24,458	-10	52,688	54,711	4
中石油	857 HK	27,441	25,150	28,423	4	27,458	9	52,591	55,881	6
中石化	386 HK	42,386	19,232	32,206	-24	29,842	55	61,618	62,048	1
<b>收入</b>										
中海油田服务	2883 HK	8,229	13,942	13,583	65	14,591	5	22,171	28,174	27
中国海洋石油	883 HK	105,649	121,314	108,880	3	116,940	-4	226,963	225,820	-1
中石油	857 HK	1,119,637	1,233,951	1,196,259	7	1,170,264	-5	2,353,588	2,366,523	1
中石化	386 HK	1,300,252	1,590,927	1,498,996	15	1,378,767	-13	2,891,179	2,877,763	0

资料来源: 公司资料, 建银国际证券

### 勘探&开发 - 桶油主要成本削减是2019年上半年盈利动力; 预计下半年成本下降空间更大

美元/桶	2018年上	2018年下	2019年	2019年上		2018	2019F	同比(%)	
	半年	半年	上半年	同比(%)	半年				同比(%)
<b>作业费用</b>									
中国海洋石油	8.0	8.1	7.4	-7.9	8.8	7.8	8.1	8.1	0.0
中石油	11.5	13.1	11.2	-2.4	13.2	0.3	12.3	12.2	-1.0
中石化	17.0	15.6	16.5	-2.9	15.2	-2.2	16.3	15.9	-2.6
<b>桶油主要成本</b>									
中国海洋石油	31.8	29.0	29.0	-8.9	30.6	5.5	30.4	29.8	-2.0
中石油	55.0	58.5	49.0	-10.9	50.0	-14.5	56.8	49.5	-12.8
中石化	58.7	74.3	50.7	-13.6	54.8	-26.2	66.8	52.8	-21.0

资料来源: 公司资料, 建银国际证券

### 勘探&开发 - 产量上升是盈利另一推动力

	2018年	2019年	2019年	较上半年		2019年	2018	2019F	同比(%)	
	上半年	下半年	上半年	同比(%)	(%)	下半年				同比(%)
<b>产量</b>										
原油(百万桶)										
中国海洋石油	194.1	189.4	199.0	2.5	5.1	194.4	2.6	383.5	393.4	2.6
中石油	437.7	452.6	451.9	3.2	-0.2	456.2	0.8	890.3	908.1	2.0
中石化	143.6	144.88	141.7	-1.4	-2.2	145.4	0.4	288.5	287.1	-0.5
天然气(十亿立方米)										
中国海洋石油	256.9	273.3	254.5	-0.9	-6.9	293.9	7.5	530.2	548.4	3.4
中石油	1,791.1	1816.5	1,964.3	9.7	8.1	1,895.8	4.4	3,607.6	3,860.1	7.0
中石化	476.2	501.12	509.5	7.0	1.7	506.9	1.2	977.3	1,016.4	4.0
石油&天然气(百万, 桶油当量)										
中国海洋石油	238.1	236.9	243.0	2.1	2.6	244.9	3.4	475.0	487.9	2.7
中石油	736.2	755.35	779.4	5.9	3.2	772.1	2.2	1,491.7	1,551.5	4.0
中石化	224.6	226.87	226.6	0.9	-0.1	229.8	1.3	451.5	456.5	1.1

资料来源: 公司资料, 建银国际证券

## 下游业务 – 预期短期内疲弱利润率将维持

	2018年上 半年	2018年下 半年	2019年上 半年	同比 (%/pp)	2019年下 半年	同比 (%/pp)	2018	2019F	同比 (%/pp)
<b>息税摊销前利润(百万元人民币)</b>									
<b>炼油</b>									
中石化	38,932	15,895	19,090	-51	21,355	34	54,827	40,445	-26
中石油	18,393	16,540	1,377	-93	2,376	-86	34,933	3,753	-89
<b>化工</b>									
中石化	15,764	11,243	11,895	-25	14,140	26	27,007	26,035	-4
中石油	6,298	1,525	3,590	-43	3,595	136	7,823	7,185	-8
<b>营销</b>									
中石化	17,186	6,278	14,709	-14	14,662	134	23,464	29,371	25
中石油	4,485	-10,935	1,897	-58	3,088	N/A	-6,450	4,985	-177
<b>EBIT 利润率(%)</b>									
<b>中石化</b>									
炼油	6.2	2.5	3.1	-3.1	3.7	1.2	4.3	3.4	-1.0
化工	6.0	4.0	4.5	-1.5	4.5	0.5	4.9	4.5	-0.4
营销	2.6	0.8	2.1	-0.4	1.9	1.1	1.6	2.0	0.4
<b>中石油</b>									
炼油	5.8	4.0	1.1	-4.7	1.5	-2.5	4.9	1.3	-3.6
化工	0.5	-1.0	0.2	-0.3	0.3	1.3	-0.3	0.3	0.6
<b>总收入(百万元人民币)</b>									
<b>中石化</b>									
炼油	629,790	633,617	614,363	-2	579,093	-9	1,263,407	1,193,456	-6
化工	264,627	282,106	265,104	0	313,445	11	546,733	578,549	6
营销	668,758	777,879	689,354	3	779,207	0	1,446,637	1,468,561	2
<b>中石油</b>									
炼油&化工	426,351	447,774	440,451	3	387,702	-13	874,125	828,153	-5
营销	929,735	1,073,370	1,024,738	10	966,952	-10	2,003,105	1,991,690	-1

资料来源: 公司资料, 建银国际证券预测

## 中国石油业 - 估值比较

公司	股票代码	建银国际 评级*	市值 (十亿美元)	股价 (港元)**	市盈率(倍)		企业估值倍数 (倍)		市帐率(倍)		股本回报率(%)		股息率(%)	
					2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
<b>中国</b>														
中国石油-H	857 HK	○	153.0	3.99	11.9	10.3	4.0	3.7	0.5	0.4	4.6	5.1	4.4	5.1
中国石油化工-H	386 HK	○	84.2	4.64	8.1	7.7	3.0	2.8	0.6	0.5	8.6	8.9	8.4	8.8
中国海洋石油	883 HK	○	68.3	12.00	8.9	8.4	3.6	3.3	1.1	1.0	12.7	12.7	5.0	5.3
<b>平均-H股</b>					<b>10.2</b>	<b>9.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>7.5</b>	<b>7.8</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>
<b>中国以外</b>														
埃克森美孚	XOM US	NR	297.3	70.27	22.0	14.9	8.5	6.8	1.5	1.6	7.4	10.5	4.9	5.1
壳牌	RDSA NA	NR	223.9	25.38	11.5	9.5	5.3	4.8	1.2	1.2	10.1	11.9	6.7	6.8
加德士	CVX US	NR	223.3	117.64	16.8	14.2	6.4	6.0	1.4	1.4	8.4	9.2	4.0	4.2
道达尔	FP FP	NR	134.6	45.77	10.2	8.9	4.8	4.5	1.1	1.0	11.1	11.7	5.8	6.0
英国石油	BP/LN	NR	126.0	502.90	11.8	10.3	4.8	4.5	1.2	1.2	10.5	11.6	6.6	6.7
挪威国家石油	STL NO	NR	61.3	165.45	11.2	9.5	2.9	2.6	1.3	1.3	12.6	13.7	5.7	6.0
信实工业	RIL IN	NR	108.1	1,221.85	19.0	16.0	11.5	10.6	2.3	1.8	12.7	11.4	0.6	0.7
康菲公司	COP US	NR	59.3	53.44	12.9	12.6	4.5	4.6	1.8	1.7	13.1	12.0	2.3	2.5
埃尼集团	ENI IM	NR	55.3	13.79	12.4	10.2	3.5	3.3	1.0	0.9	7.9	9.2	6.2	6.4
泰国国家石油股份	PTT TB	NR	41.5	44.50	10.9	10.4	6.2	5.9	1.3	1.3	12.1	12.0	4.3	4.4
西班牙国家石油	REP SM	NR	24.1	13.69	8.5	7.1	4.5	4.0	0.7	0.6	8.2	9.2	7.0	7.3
<b>平均</b>					<b>15.2</b>	<b>12.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>9.8</b>	<b>11.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>

\* 建银国际证券评级 ○ = 优于大市, N = 中性, U = 弱于大市, NR = 未评级

预测股份来自建银国际证券估计, 未评级公司来自彭博对市场一致预期

\*\* 股价截至2019年9月6日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

## 油天服务和设备公司估值比较

公司 名称	股票 代码	建银国际 评级*	市值 (十亿美元)	股价 (港元)**	市盈率(倍)		每股盈利增长 (%)		市帐率(倍)		股本回报率(%)		净负债/ 股权(%) 2018
					2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
<b>香港上市</b>													
中海油田服务-H	2883 HK	O	2,241	9.70	19.7	15.3	N/A	29	1.1	1.1	5.9	7.2	71
中石化油服-H	1033 HK	NR	587	0.85	11.9	9.0	713	32	1.9	1.6	17.8	18.0	293
海隆控股	1623 HK	NR	201	0.93	5.6	4.5	73	24	0.4	0.4	7.3	8.4	63
安东油田服务	3337 HK	NR	318	0.83	5.8	4.4	65	32	0.7	0.6	13.6	15.3	96
华油能源	1251 HK	NR	170	0.72	6.5	4.4	113	50	0.9	0.8	14.1	17.5	-4
宏华集团	196 HK	NR	389	0.57	12.6	7.8	145	61	0.6	0.6	5.1	7.5	54
<b>A股</b>													
中海油服-A	601808 CH	N	5,309	12.77	29.1	22.5	N/A	29	1.7	1.6	5.9	7.2	71
中石化油服-A	600871 CH	NR	4,459	2.34	37.7	28.2	675	34	5.8	4.7	18.0	18.4	293
中油工程	600339 CH	NR	2,964	3.78	18.3	13.6	20	35	0.9	0.8	4.5	5.4	-120
杰瑞股份	002353 CH	NR	3,549	26.38	23.2	18.2	78	28	2.7	2.4	11.8	13.6	-20
海油工程	600583 CH	NR	3,359	5.41	106.1	21.5	155	394	1.0	1.0	1.3	4.9	-26
石化机械	000852 CH	NR	723	6.62	32.6	21.5	1,047	52	2.4	2.2	7.9	11.0	138
<b>全球油田服务</b>													
斯倫貝謝	SLB US	NR	47,105	34.06	22.7	17.4	-7	31	1.3	1.3	5.9	7.8	36
哈里伯頓	HAL US	NR	16,643	19.00	14.2	10.8	-30	32	1.7	1.6	11.9	15.6	89
贝克休斯	BHGE US	NR	12,145	23.52	23.9	15.8	41	51	0.9	0.9	3.8	5.6	10
<b>全球油田服务设备</b>													
国民油井华高	NOV US	NR	8,490	22.00	N/A	27.6	-2,398	150	0.9	0.9	-0.1	3.0	9
瓦卢瑞克	VK FP	NR	1,384	2.74	N/A	N/A	58	91	0.8	0.8	-12.5	-3.9	90
泰纳瑞斯	TS US	NR	12,956	21.95	12.3	10.6	N/A	17	1.1	1.0	7.3	8.1	-4
ShawCor Ltd.	SCL CN	NR	896	16.87	20.1	17.9	142	13	1.1	1.1	4.7	6.3	6
<b>全球海上钻探</b>													
Transocean	RIG US	NR	3,028	4.95	N/A	N/A	-44	38	0.2	0.3	-5.0	-3.4	60
Diamond	DO US	NR	1,013	7.36	N/A	N/A	-158	33	0.3	0.3	-10.6	-7.2	42
Ensco	ESV US	NR	N/A	N/A	N/A	N/A	12	30	N/A	N/A	-7.5	-8.2	54
Noble	NBL US	NR	10,847	22.68	N/A	40.9	-134	283	1.1	1.2	-1.0	3.7	57
Ensco Rowan	ESV US	NR	N/A	N/A	N/A	N/A	12	30	N/A	N/A	-7.5	-8.2	54
Seadrill	SDRL US	NR	249	2.49	N/A	N/A	82	23	0.1	0.2	-32.3	-36.2	172
Maersk	DRLCO DC	NR	2,384	388.20	N/A	N/A	N/A	96	0.6	0.6	-1.8	0.2	29
Borr	BDRILL NO	NR	672	53.95	N/A	N/A	45	66	0.5	0.5	-11.6	-5.0	72

\* 建银国际证券评级 O=优于大市, N=中性, U=弱于大市, NR=未评级  
预测股份来自建银国际证券估计, 未评级公司来自彭博对市场一致预期

\*\* 股价截至2019年9月6日

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

**评级定义：**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明：**

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

**免责声明：**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和 / 或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传

送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097